



## Aktueller Kommentar



### „Great risk shift“ – oder warum es an der Zeit sein könnte, die Unterscheidung zwischen Industrieländern und Emerging Markets-Ländern zu überdenken

17. März 2010

Nachdem zahlreiche Emerging Markets-Länder in den 80er Jahren nicht in der Lage waren, ihre Auslandsschuld zu tilgen, waren sie in der zweiten Hälfte der 90er Jahre und zu Beginn des 21. Jahrhunderts in mehreren Fällen von schweren Finanzkrisen betroffen. Die meisten großen Emerging Markets-Länder konnten der internationalen Krise in Bezug auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung und die kurz- und mittelfristigen Wachstumsaussichten besser trotzen als viele Industrieländer. In Zukunft werden Historiker möglicherweise von einem „great risk shift“ sprechen. Deshalb könnte es an der Zeit sein, alte Kategorien und traditionelle Unterscheidungen zu überdenken – und damit bisherige Einschätzungen der wirtschaftlichen und finanziellen Risikosituation.

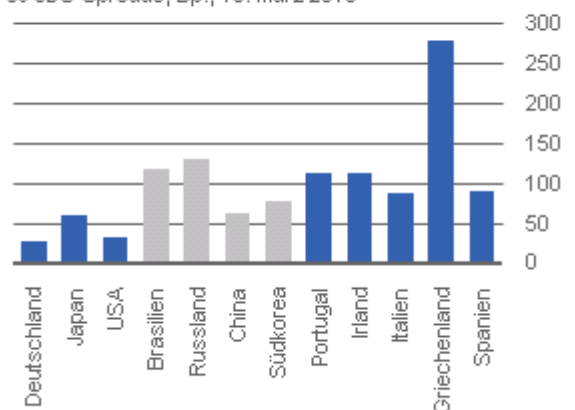
Der Begriff „Emerging Markets“ wurde in den 80er Jahren geprägt und wurde in den 90er Jahren Teil des Standardvokabulars. Der Ausdruck bezog sich auf Volkswirtschaften, die weder „Entwicklungsländer“ noch „Industrieländer“ waren. In der Praxis bezog er sich auf Länder mit mittlerem Pro-Kopf-Einkommen, die nach dem ersten Ölschock private Kapitalzuflüsse anzogen. Nachdem sie in den 80er Jahren nicht in der Lage waren, ihre Auslandsschuld zu bedienen, wurden zahlreiche Emerging Markets - wie sie bald von der Wall Street und in der City bezeichnet wurden - in der ersten Hälfte der 90er Jahre und zu Beginn des 21. Jahrhunderts von schweren Finanzkrisen betroffen. Es sei fairerweise festgestellt, dass auch die Industrieländer in diesem Zeitraum ebenfalls einige Krisen durchliefen (z. B. die WKM-Krisen) und einige Schwellenländer Pro-Kopf-Einkommen erzielten, die vergleichbar oder sogar höher waren als diejenigen einiger Industrieländer. Deshalb hat der IWF einige dieser Länder inzwischen als „Newly industrialised economies“ (NIE) hochgestuft. Das Wortspiel der „untergehenden“ aufstrebenden Emerging Markets blieb jedoch haften.

Nach der Krise von 2008 hat sich die Finanzsituation der Industrieländer und der Emerging Markets-Länder rasch auseinanderentwickelt. Während viele Industrieländer eine stark steigende öffentliche Verschuldung, hohe Budgetdefizite sowie eine Wachstumsverlangsamung verzeichnen, konnten die meisten wichtigen Schwellenländer der Weltwirtschaftskrise in puncto Nachhaltigkeit der öffentlichen Verschuldung und kurz-/mittelfristige Wachstumsaussichten viel besser trotzen. Die unterschiedliche Entwicklung der Finanzsituation schlägt sich am deutlichsten in den Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Verschuldung der öffentlichen Haushalte in den sog. PIIGS-Staaten (Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien) nieder. So notieren z. B. 5J griechische 5Y CDSs z. Z. bei 280 Bp., während Indonesien und die Türkei mit einem Spread von etwa 160 Bp. gehandelt werden.

Die Rating-Agenturen gaben Griechenland bis vor kurzem ein A-Rating, während Indonesien und die Türkei ein „subinvestment grade“ Rating erhielten. Die Rating-Agenturen rechtfertigen diese Differenz mit verschiedenen Argumenten. Länder-Ratings beurteilen die Kreditwürdigkeit „durch“ den Konjunkturzyklus. Die Investoren in den Industrieländern sind viel zahlreicher – mit Anlegern aus dem In- und Ausland. Die Kapitalmärkte der Industrieländer sind viel ausgereifter und die Struktur ihrer Staatsverschuldung ist häufig (jedoch keinesfalls immer) weniger anfällig als in den durchschnittlichen Emerging Markets-Ländern. Schließlich weisen die Industrieländer in Bezug auf ihren Schuldendienst eine gute Historie auf. Obwohl einige dieser Argumente durchaus berechtigt sind, unterschätzen die Rating-Agenturen tendenziell die Verbesserung der Kreditwürdigkeit

#### G-3, BR(I)CK-Länder und PIIGS-Staaten

5J CDS-Spreads, Bp., 15. März 2010



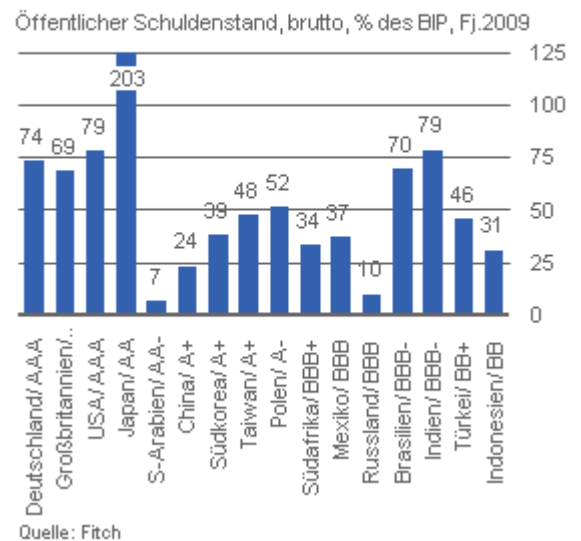
Quelle: Bloomberg



der Ratings der Schwellenländer und möglicherweise gleichzeitig die Verschlechterung der Bonität der Industrieländer.

Aufgrund der Krisen der Emerging Markets-Länder in der Vergangenheit sind die Rating-Agenturen in Bezug auf Heraufstufungen der Schwellenländer offensichtlich vorsichtig. Gleichzeitig zeigen die Rating-Agenturen tendenziell begrenzte Bereitschaft, ein Downgrade eines Landes von mehr als 1-2 Stufen pro Jahr vorzunehmen, da ihr Rating „durch“ den Konjunkturzyklus Gültigkeit haben soll. Ein weiteres Problem ist, dass eine starke Herabstufung von Staatsanleihen zu Finanzierungsschwierigkeiten des betreffenden Landes beitragen kann und damit zu einer Art selbst-erfüllenden Prophezeiung werden kann. Deshalb ist die geringe Bereitschaft, ein Industrieland in Übereinstimmung mit der Markteinschätzung downzugraden, verständlich; andererseits rechtfertigt es kaum die Tatsache, dass Griechenland und China bis vor kurzem ungefähr die gleichen Ratings für ihre langfristige Fremdwährungsverschuldung (!) hatten. Es scheint merkwürdig, dass Griechenland mit seiner aufgrund der EWU-Mitgliedschaft sehr begrenzten makroökonomischen Flexibilität und einer öffentlichen Verschuldung von über 100% des BIP die gleiche Bonitätseinstufung wie China haben soll, dessen öffentliche Verschuldung der öffentlichen Haushalte nur 25% des BIP ausmacht und dessen Devisenreserven 45% des BIP übersteigen.

## Staatsverschuldung der Emerging Markets eher gering



Dies führt zu einem weiteren wichtigen Aspekt. Die Rating-Agenturen haben möglicherweise die Verbesserung der Zahlungsfähigkeit der Emerging Markets-Länder nicht ausreichend berücksichtigt und gleichzeitig auch die qualitative Verbesserung der Wirtschaftspolitik der Emerging Markets in ihrer Einschätzung vernachlässigt. Ein typisches, wirtschaftlich erfolgreiches Schwellenland hat „exzessive“ Devisenreserven und hat nur sehr geringe oder gar keine nicht gedeckten Zahlungspositionen in Fremdwährung, die in fast jeder Emerging Markets-Krise der letzten 15 Jahre eine entscheidende Rolle spielten. Außerdem sind die meisten Emerging Markets-Länder Nettoauslandsgläubiger. Bedenken der Schwellenländer in Bezug auf die Freigabe ihres Wechselkurses haben sich deshalb zerstreut, so dass flexiblere Wechselkursmechanismen angenommen werden konnten, die die Anfälligkeit für systemisch-destabilisierende Zahlungsbilanzschocks reduzieren. Inzwischen haben die Schwellenländer mit fester Währungsanbindung mehr als ausreichende Währungsreserven zu deren Stützung (z. B. China). Außerdem haben sich die Emerging Markets insgesamt stärker der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung verpflichtet – die meisten von ihnen haben bereits niedrige Schuldenquoten. Last but not least haben viele Emerging Markets-Länder unabhängige Zentralbanken, wodurch sich das Vertrauen in die wirtschaftliche Stabilität verstärkt und sich die traditionellen Bedenken hinsichtlich „fiskalischer Dominanz“ stark verringert haben.

Wie die Krise von 2008 gezeigt hat, bleibt die Wirtschafts- und Finanzsituation der Schwellenländer aufgrund hoher Kapitalzuflüsse bzw. Kapitalabflüsse und der verstärkten Handelsoffenheit weiterhin für externe Schocks anfällig. Dennoch ist die Wahrscheinlichkeit einer systemgefährdenden Staatsschuldenkrise in den wichtigen Emerging Markets deutlich geringer als in der Vergangenheit. Die „größte Unbekannte“ in dieser Gleichung ist möglicherweise das politische Risiko. Ian Bremmer (Think Tank Eurasia) definiert das Schwellenland als ein „Land, in dem die Politik eine mindest so große Marktbedeutung hat wie die ökonomische Situation“. Die 10 wichtigsten Emerging Markets mögen im Durchschnitt höhere innen- und außenpolitische politische Risiken aufweisen als die Industrieländer. Natürlich ist es immer möglich, ein politisches Ereignis zu konstruieren, welches das Land in ein politisches Chaos und wirtschaftliche Turbulenzen versetzt. Man kann natürlich argumentieren, dass solch eine Relation des geringen Risikos mit hoher Auswirkung es rechtfertigt, die Kreditwürdigkeit der Emerging Markets-Länder unter der Bonitätseinstufung der Industrieländer zu halten, selbst wenn ihre Kreditkennziffern mit denjenigen der Industrieländer vergleichbar sind. Dennoch wäre es zur Rechtfertigung dieses Unterschieds hilfreich, wenn die Agenturen eine Analyse bezüglich der Frage abgäben, wie die Aktualisierung des politischen Risikos die Schuldendienstfähigkeit einer Regierung beeinflussen würde – sowohl in den Industrieländern als auch in den Emerging Markets-Ländern.

Die Unterscheidung zwischen Industrieländern und Emerging Markets-Ländern scheint daher heute weniger hilfreich zu sein als in der Vergangenheit. Als die wichtigsten Wirtschaftsnationen der Welt die größten Volkswirtschaften mit der stabilsten Finanzsituation, der besten Gläubigerposition gegenüber dem Ausland (zumindest gegenüber den Ländern mit wirtschaftlich geringerem Fortschrittsgrad) und dem höchsten Pro-Kopf-Einkommen waren, mag die Unterscheidung sinnvoll gewesen sein. In Zukunft – wer weiss – werden Wirtschaftshistoriker jedoch möglicherweise von einem „great risk shift“ zwischen „Industrieländern“ und „Emerging Markets-Ländern“ sprechen. Deshalb könnte es an der Zeit sein, alte Kategorien und Unterscheidungen zu überdenken – und damit bisherige Einschätzungen der wirtschaftlichen und finanziellen Risikosituation.

Die Aktuellen Kommentare im Audio-Format finden Sie [hier](#)...



Markus Jaeger +1 212 250 6971

[...mehr zum Research-Bereich Emerging Markets](#)

[Aktuelle Kommentare - Archiv](#)

© Copyright 2010. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.